

**证券研究报告—动态报告**

基础化工

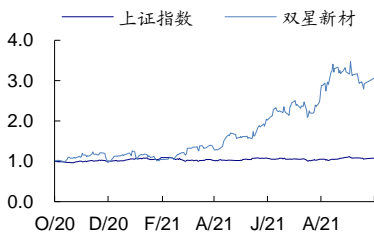
化学新材料 II

**双星新材(002585)**
**买入**

2021 年三季度点评

(维持评级)

2021 年 10 月 12

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

|              |               |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)  | 1,156/867     |
| 总市值/流通(百万元)  | 30,410/22,806 |
| 上证综指/深圳成指    | 3,592/14,368  |
| 12个月最高/最低(元) | 30.10/8.18    |

**相关研究报告:**

《双星新材-002585-21 年三季度业绩预告点评: 业绩连续七个季度环增, 三季度再创历史新高》——2021-09-15

《双星新材-002585-21 年半年报财报点评: 新材料贡献持续提升, 盈利环增六个季度》——2021-08-10

《双星新材-002585-重大事件快评: 产能订单持续验证, 国产替代进入加速期》——2021-06-15

《国信证券-双星新材-002585-深度报告: 基材之上, 万膜生长—全链布局的双星新材》——2021-06-01

**证券分析师: 姜明**

E-MAIL: jiangming2@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521010004

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 产品产能共振, 季度盈利将新高

**● 双星新材披露 2021 年三季度报**

双星新材披露三季度报, 1-3Q 收入 42.4 亿 (YOY+22.3%), 实现毛利 14.1 亿 (+87.3%), 净利 9.73 亿 (+116.1%), 其中 3Q 单季度收入 16 亿 (+20.9%), 毛利额为 5.22 亿 (+53.1%), 净利润 3.7 亿 (+69.2%)。

**● 3Q 新产能爬坡符合预期, 收入端弹性在 4Q 及来年**

结合公司 21 年产能投放节奏, 通过收入增长及单价分析, 我们认为当前需求依旧旺盛。公司正全力调试新产能以满足市场; 考虑到 9 月产线将会在 4 季度完整体现, 10、12 月公司仍将交付剩余 2 条产线, 预计 4Q 收入会继续改善; 22 年上半年公司还将交付 4 条合计 20 万吨光学产能, 中远期收入弹性巨大。

**● 利润率或因原材料小幅波动, 规模优势已逐步体现**

3Q21 公司毛利、净利率分别为 32.6%、23.1%, 较上半年基本持平, 较 2 季度略有下滑, 我们判断主要原因是新产能爬产及 PTA 等原材料单价上升所致, 但得益于新材料占比提升显著及规模优势, 公司利润率依旧保持整体稳健。

**● 风险提示: 产能未能及时交付; 新产品未通过客户核验。**
**● 投资建议: 上调盈利预测, 维持“买入”评级**

公司业绩已经连续七个季度创新高。我们认为产品结构优化叠加先进产能的规模优势是核心原因。伴随已交产能的逐步爬坡以及 4Q21-2Q22 的光学产线交付, 公司季度收入和盈利再创新高将会是大概率事件。考虑到公司三季度超出市场预期, 我们小幅上调 21 年盈利预测 2%, 自 13.5 亿上调至 13.8 亿。预计 21-23 年归母净利润分别为 13.8 亿、19.8 亿、27.6 亿, 同比分别增长 91.6%、43.2%、39.5%。维持“买入”评级及目标价 42.8 元, 目标价对应 221-23 年 EPS 的 PE 估值分别为 35.8X、25.0X、17.9X。

**盈利预测和财务指标**

|             | 2019   | 2020   | 2021E | 2022E | 2023E  |
|-------------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 4,472  | 5,061  | 6,236 | 8,753 | 12,024 |
| (+/-%)      | 15.9%  | 13.2%  | 23.2% | 40.4% | 37.4%  |
| 净利润(百万元)    | 173    | 721    | 1380  | 1977  | 2757   |
| (+/-%)      | -46.0% | 315.3% | 91.6% | 43.2% | 39.5%  |
| 摊薄每股收益(元)   | 0.15   | 0.62   | 1.19  | 1.71  | 2.38   |
| EBIT Margin | 4.9%   | 16.4%  | 27.6% | 27.3% | 26.7%  |
| 净资产收益率(ROE) | 2.3%   | 8.7%   | 14.5% | 17.4% | 20.0%  |
| 市盈率(PE)     | 175.3  | 42.2   | 22.0  | 15.4  | 11.0   |
| EV/EBITDA   | 48.9   | 25.6   | 14.7  | 10.9  | 8.5    |
| 市净率(PB)     | 3.98   | 3.66   | 3.18  | 2.68  | 2.20   |

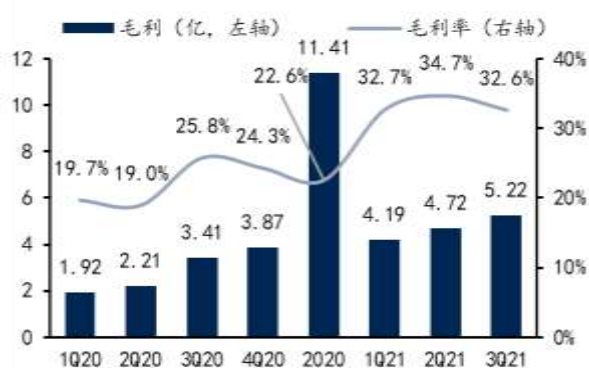
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 双星新材披露 2021 年三季度报告:

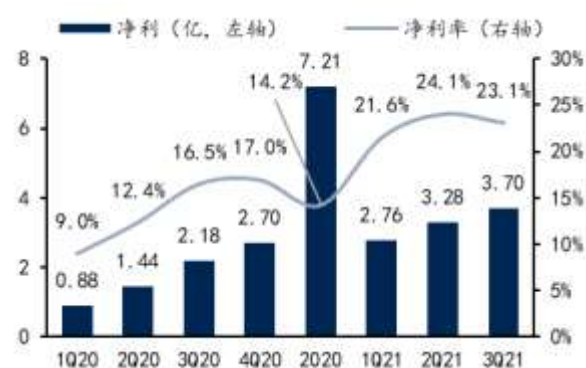
1-3Q 收入 42.4 亿 (YOY+22.3%)，实现毛利 14.1 亿 (+87.3%)，毛利率 33.3% (同比+11.6 个百分点)，净利 9.73 亿 (+116.1%)，高于之前 9.46-9.68 亿的预增上限，净利润率达 23% (同比+10 个百分点)；其中，3Q 单季度收入 16 亿 (+20.9%)，毛利额为 5.22 亿 (+53.1%)，毛利率 32.6% (同比+6.9 个百分点)，净利润 3.7 亿 (+69.2%)，净利润率 23.1% (同比+6.6 个百分点)。整体看，第三季度公司实现连续第七个季度环比正增长，净利润再创历史新高，前三季度业绩高于预增上限，超市场预期。

图 1: 双星新材毛利及毛利润率



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 双星新材净利润及净利润率



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

### 点评:

#### 3Q 新产能爬坡符合预期，收入端弹性在 4Q 及来年:

公司 2020 年底产能 56 万吨，2021 年 6 条 5 万吨光学产线分别于 4、6、7、9、10、12 月交付，3Q 公司实现收入 16 亿，环比 2Q 增长 2.4 亿，参考上半年平均吨单价，约为 2 万吨的销量环比增长，结合 6（部分贡献 2 季度）、7、9（部分贡献 3 季度）的交付时间，3 季度环比实际有效新增的产线就是 2 条，即每条产线单季度贡献了 1 万吨产品（年化 4 万吨），仍低于 5 万吨的理论产能，侧面反映当前需求旺盛，公司正全力调试新产能以满足市场；考虑到 9 月产线将会在 4 季度完整体现，10、12 月公司仍将交付剩余 2 条产线，预计 4Q 收入会继续改善；展望 2022 年，上半年公司还将交付 4 条合计 20 万吨光学产能，中远期收入弹性巨大。

#### 利润率或因原材料小幅波动，规模优势已逐步体现:

3Q21 公司毛利、净利率分别为 32.6%、23.1%，较上半年 33.7%、22.9% 基本持平，较 2 季度 34.7%、24.1% 略有下滑，我们判断主要原因还是新产能爬产及 PTA 等原材料单价上升所致；我们认为公司毛利、净利率的稳健表现主要源于两点：

- 1) 新材料占比提升显著: 1H21 公司光学、光伏、信息、热缩新材料毛利占比 74%，预计前三季度占比超过 75%，成长且高毛利的新材料市场有效保障了公司的盈利稳定性;
- 2) 规模优势: 公司当前产能已接近 76 万吨，作为全球最大的 BOPET 功能膜厂商，客户结构伴随产能的增长也在快速优化，这意味着公司能有效调节工艺类似、厚度接近的产品在同一产线，提升整体产能利用率，继而导致资产综合回报率稳步提升。

图 3: 南华 PTA 指数



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

#### 产品及产能共振改善，单季盈利会不断刷新:

2019 年以来，BOPET 功能膜市场最大的变化来自于面板、光伏、电子等产业链从日韩台湾地区逐步内迁，继而拉动了新材料用膜需求，双星正是在 2018-2019 年完成光学功能膜的技术突破，并利用 2017 年再融资和在手资金进行了设备购置（主要为布鲁克纳和多尼尔），产品结构优化叠加先进产能的规模优势是导致公司盈利连续 7 个季度改善并创历史新高的核心原因；如上所述，伴随已交产能的逐步爬坡以及 4Q21-2Q22 的光学产线交付，公司季度收入和盈利再创新高将会是大概率事件。

#### 投资建议:

考虑到公司三季度超出市场预期，我们小幅上调 2021 年盈利预测 2%，自 13.5 亿上调至 13.8 亿。暂不改变 2022-2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 13.8 亿、19.8 亿、27.6 亿，同比分别增长 91.6%、43.2%、39.5%，EPS 分别为 1.19、1.71、2.38 元。维持“买入”评级及目标价 42.8 元，目标

价对应 2021-2023 年 EPS 的 PE 估值分别为 35.8X、25.0X、17.9X。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      |              |              |              |              | 利润表 (百万元)        |              |               |              |               |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
|                  | 2020         | 2021E        | 2022E        | 2023E        |                  | 2020         | 2021E         | 2022E        | 2023E         |
| 现金及现金等价物         | 1748         | 1200         | 1895         | 3380         | 营业收入             | 5061         | 6236          | 8753         | 12024         |
| 应收款项             | 1246         | 1452         | 1919         | 2471         | 营业成本             | 3920         | 4057          | 5792         | 8050          |
| 存货净额             | 1179         | 1250         | 1799         | 2543         | 营业税金及附加          | 21           | 25            | 35           | 48            |
| 其他流动资产           | 750          | 811          | 1050         | 1323         | 销售费用             | 20           | 31            | 35           | 48            |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>4924</b>  | <b>4713</b>  | <b>6663</b>  | <b>9717</b>  | 管理费用             | 268          | 400           | 504          | 663           |
| 固定资产             | 4266         | 5339         | 5691         | 5759         | 财务费用             | 27           | 7             | 10           | 13            |
| 无形资产及其他          | 334          | 321          | 308          | 294          | 投资收益             | 25           | 28            | 30           | 33            |
| 投资性房地产           | 694          | 694          | 694          | 694          | 资产减值及公允价值变动      | 34           | 37            | 41           | 45            |
| 长期股权投资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 其他收入             | (29)         | (170)         | (170)        | (100)         |
| <b>资产总计</b>      | <b>10218</b> | <b>11066</b> | <b>13356</b> | <b>16464</b> | 营业利润             | 835          | 1611          | 2280         | 3180          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 0            | 0            | 0            | 0            | 营业外净收支           | (3)          | 0             | 0            | 0             |
| 应付款项             | 1180         | 1100         | 1439         | 1831         | <b>利润总额</b>      | <b>832</b>   | <b>1611</b>   | <b>2280</b>  | <b>3180</b>   |
| 其他流动负债           | 720          | 407          | 578          | 812          | 所得税费用            | 112          | 230           | 303          | 423           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1901</b>  | <b>1506</b>  | <b>2017</b>  | <b>2643</b>  | 少数股东损益           | 0            | 0             | 0            | 0             |
| 长期借款及应付债券        | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>721</b>   | <b>1380</b>   | <b>1977</b>  | <b>2757</b>   |
| 其他长期负债           | 7            | 7            | 7            | 7            |                  |              |               |              |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>7</b>     | <b>7</b>     | <b>7</b>     | <b>7</b>     | 现金流量表 (百万元)      |              |               |              |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>1907</b>  | <b>1513</b>  | <b>2024</b>  | <b>2650</b>  | 净利润              | 721          | 1380          | 1977         | 2757          |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值准备           | 38           | 32            | 15           | 5             |
| 股东权益             | 8310         | 9553         | 11332        | 13814        | 折旧摊销             | 431          | 446           | 587          | 686           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>10218</b> | <b>11066</b> | <b>13356</b> | <b>16464</b> | 公允价值变动损失         | (34)         | (37)          | (41)         | (45)          |
|                  |              |              |              |              | 财务费用             | 27           | 7             | 10           | 13            |
| 关键财务与估值指标        |              |              |              |              | 营运资本变动           | 507          | (699)         | (730)        | (937)         |
| 每股收益             | 0.62         | 1.19         | 1.71         | 2.38         | 其它               | (38)         | (32)          | (15)         | (5)           |
| 每股红利             | 0.03         | 0.12         | 0.17         | 0.24         | <b>经营活动现金流</b>   | <b>1624</b>  | <b>1090</b>   | <b>1793</b>  | <b>2461</b>   |
| 每股净资产            | 7.19         | 8.26         | 9.80         | 11.95        | 资本开支             | (954)        | (1500)        | (900)        | (700)         |
| ROIC             | 10%          | 18%          | 22%          | 27%          | 其它投资现金流          | 35           | 372           | 0            | (558)         |
| ROE              | 9%           | 14%          | 17%          | 20%          | <b>投资活动现金流</b>   | <b>(919)</b> | <b>(1128)</b> | <b>(900)</b> | <b>(1258)</b> |
| 毛利率              | 23%          | 35%          | 34%          | 33%          | 权益性融资            | 0            | 0             | 0            | 0             |
| EBIT Margin      | 16%          | 28%          | 27%          | 27%          | 负债净变化            | 0            | 0             | 0            | 0             |
| EBITDA Margin    | 25%          | 35%          | 34%          | 32%          | 支付股利、利息          | (35)         | (138)         | (198)        | (276)         |
| 收入增长             | 13%          | 23%          | 40%          | 37%          | 其它融资现金流          | (102)        | 0             | 0            | 0             |
| 净利润增长率           | 315%         | 92%          | 43%          | 39%          | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(172)</b> | <b>(138)</b>  | <b>(198)</b> | <b>(276)</b>  |
| 资产负债率            | 19%          | 14%          | 15%          | 16%          | <b>现金净变动</b>     | <b>533</b>   | <b>(175)</b>  | <b>695</b>   | <b>927</b>    |
| 息率               | 0.1%         | 0.5%         | 0.7%         | 0.9%         | 货币资金的期初余额        | 749          | 1283          | 1107         | 1802          |
| P/E              | 42.2         | 22.0         | 15.4         | 11.0         | 货币资金的期末余额        | 1283         | 1107          | 1802         | 2729          |
| P/B              | 3.7          | 3.2          | 2.7          | 2.2          | 企业自由现金流          | 704          | (276)         | 1028         | 1836          |
| EV/EBITDA        | 25.6         | 14.7         | 10.9         | 8.5          | 权益自由现金流          | 602          | (282)         | 1019         | 1824          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032